



企业社会责任、社会信任及债务融资效率

胡旭微, 马怡兰

(浙江理工大学经济管理学院, 杭州 310018)

摘要: 提高债务融资效率能够有效解决企业资金问题, 而研究如何通过履行社会责任来取得社会信任, 从而获得债务资金有重要意义。从沪深两市 A 股上市公司中选择已连续 6 年(2012—2017)披露社会责任报告的 501 家企业作为样本, 采用数据包络技术法(DEA)计算得到各企业的债务融资效率, 采用 Python 软件爬取数据并计算社会信任指数; 并结合国泰安财务数据库和润灵数据库数据, 分析企业社会责任对债务融资效率的影响, 以及社会信任的中介作用。结果表明: 企业履行社会责任能够显著提高债务融资效率, 且在这一关系中, 社会信任(包括声誉信任、制度信任、关系信任三个维度)均可起到部分中介作用, 但作用时期有所不同。

关键词: 企业社会责任; 债务融资效率; 社会信任

中图分类号: F270

文献标志码: A

文章编号: 1673-3851(2020)10-0473-09

Research on the relationship between corporate social responsibility, social trust and debt financing efficiency

HU Xuwei, MA Yilan

(School of Economics and Management, Zhejiang Sci-Tech University, Hangzhou 310018, China)

Abstract: Improving the efficiency of debt financing can effectively solve the financial problem of an enterprise. How to obtain social trust and thus get debt financing through fulfilling social responsibility is worth studying. 501 companies that disclosed social responsibility reports for six consecutive years (2012—2017) were selected among A-share listed companies as samples, and the data envelopment technology (DEA) method was used to calculate the debt financing efficiency of each company. Social trust index was figured out by crawling data with Python software. Besides, the impact of corporate social responsibility on debt financing efficiency and the mediating effect of social trust were studied by combining the data of CSMAR database and RKS database. The results show that the fulfillment of corporate social responsibility can significantly improve the debt financing efficiency, and in this relationship, social trust (including reputation trust, institutional trust and relationship trust) plays a partial mediating role, but the period of action differs.

Key words: corporate social responsibility; debt financing efficiency; social trust

作为企业日常运营资金的重要来源, 债务融资能够为企业带来诸多便利, 许多企业选择债务融资作为获取资金的重要手段。根据“巨潮资讯网”沪深两市 A 股上市公司 2019 年报告统计数据显示, 我国全部上市公司平均资产负债率约为 38.82%; 其

中除银行、保险和证券相关行业以外, 上市公司平均资产负债率为 42.91%, 且有逐年递增的趋势。然而, 企业债务融资的规模扩大并没有相应提高债务融资效率。如何提高债务融资效率成为学术界研究的热点。以往研究中, 提高债务融资效率的方法主

收稿日期: 2020-04-21 网络出版日期: 2020-07-21

作者简介: 胡旭微(1964—), 女, 浙江永康人, 教授, 主要从事投融资管理、财务与风险管理、公司绩效管理等方面的研究。

要是降低债务融资成本和减少债务融资约束,本文研究也基于此视角。

从信息传递的角度来说,无论是企业主动披露的表内因素,还是未被纳入强制性信息披露范畴的表外因素,都显得举足轻重。过去,公众主要通过财务指标评价一家企业,如今,企业履行社会责任的态度和表现也逐渐成为外界评价企业的参考标准,但较少有研究关注它对企业债务融资效率的影响。因此,本文旨在探讨企业社会责任如何通过社会信任这一路径提升债务融资效率。

以往的研究表明,影响企业融资效率的因素多种多样,其中社会资本是一个重要因素。而信任作为社会资本的核心内容,来源于多方利益相关者,它作用于投资者的认知与决策。企业需要了解如何提高社会信任度,缓解企业与债权人之间的信息不对称,从而降低融入资金的风险。对于社会信任的维度划分已有一定的理论支持,因此本文将不同维度的社会信任作为研究变量,探讨其在企业社会责任与债务融资效率的关系中的中介作用。预期结果可为企业通过履行社会责任有效获取债务资金提供可行的路径。

一、理论分析和研究假设

(一)企业社会责任与债务融资效率

基于利益相关者理论,一方面,企业的战略行为主要包含两个方面,即披露与社会责任相关的企业信息,以及承担相应的社会责任。该战略行为能够提升社会对企业的整体评价,增强包括金融机构、债权人等在内的外部投资者对企业的信心,也能大幅度提升企业融资的便利性。企业社会责任的履行能够传递企业是富有责任感而具有发展潜力的信息,从而降低投资者的认知风险和选择风险,减少企业融资面临的不确定性。另一方面,非财务信息往往比财务信息具有内容更全面、更丰富的特点,其主要形式之一就是“企业社会责任报告”,在有效降低公司信息不对称度的基础上详细、及时地披露该报告,有助于消除企业与外部信息使用者沟通交流间的隔阂,也有助于降低企业交易过程中的额外成本,并且不会造成较多财务成本的产生^[1]。何贤杰等^[2]研究也有类似结论,企业承担社会责任可以降低信息不对称程度,进而能够改善企业整体的融资环境,缓解融资约束^[3]。本文由此提出假设:

H1:企业社会责任对债务融资效率有正向的影响。

(二)企业社会责任与社会信任

基于信号传递理论,交易过程中存在着大量的信息不平衡,信息优势方需要传递包括资本结构、股利政策的选择等在内的相关信号给弱势的一方,从而能够在一定程度上避免“逆向选择”的产生^[4]。企业运营过程本质上是与内外部利益相关者进行合理社交的过程,信号传递的方式包括履行一定的社会责任和发布质量高的企业社会责任报告,这不仅有效地反映企业的品质^[5],更有助于企业包括非财务状况在内的相关信息能够被外部的利益相关者全面、客观地了解,从而做出正确的决策,进而合理安排契约内容^[6]。本文由此提出假设:

H2:企业社会责任对社会信任有显著的正向影响。

参考国外学者 Rousseau 等^[7]以及国内学者白春阳^[8]的观点,本文将社会信任划分为声誉信任(建立在交易双方持续合作,追求企业价值最大化基础上的信任)、制度信任(建立在企业规范,规章等正式制度基础上的信任)和关系信任(交易双方具有特殊人际关系和组织关系产生的信任)三个维度。

1.企业社会责任与声誉信任

基于企业声誉理论,声誉是企业所拥有的一项独特资源,对企业的市场份额、客户满意度和忠诚度的影响不容小觑。公司为了获取利益相关者的信任,有时会选择以企业的声誉作为联系的纽带。目前已有较多的实证分析表明,企业声誉的提升能够促进其绩效的改善,两者之间存在正相关关系。Carroll 等^[9]认为企业社会责任是企业声誉的前导变量,个人与企业之间能够建立长期良好的关系、个人价值观与企业文化的融合等都会在利益相关者对企业的认同进度过程中体现。该过程往往会因为履行企业社会责任的行为而加快,这一行为会对企业的声誉有直接或间接的提升效益。不同的利益相关者对企业行为等的期望偏好存在差异性,但由于受到企业社会责任行为的影响,这部分群体的积极评价也会促进企业美誉度的提升。

在交易双方的长期交往过程中,声誉信任会在博弈双方为追求长期信任的基础上产生,可理解为各利益相关者对企业业绩或品牌的感知产生的信任^[10]。企业社会责任在某种程度上传递着企业的道德信号,该信号会直接影响到企业的利益相关者,增强这部分群体对企业形象、声誉的感知和信任程度。因此,很多公司会选择以积极承担社会责任的方式来塑造正面形象,以便引导资金供给者投入更多资源。本文由此提出假设:

H2a:企业社会责任对声誉信任有正向影响。

2.企业社会责任与制度信任

制度信任主要是建立在一定的规范准则和相关的政策法律制度基础上的信任,是企业外部信息使用者对企业规章制度的认知和理解,它能促使企业与债权人之间产生合理的预期与认同^[11]。制度信任应包含两个层面的内涵^[12]:一方面,制度规范应是为公众所接受的、合理合法、且预期能够得到有效执行;另一方面,在制度规范的约束下,内外部的信息使用者能够表现预期的行为,并对其他相关成员有同样的要求。当制度得以被认可,基于自身产生的制度信任,成员会对其他人产生期望,以共同维系制度的长期有效执行,形成信任机制的循环。

在我国,企业社会责任的履行属于一种自愿性行为,企业对自身社会责任信息的披露会引起一部分利益相关者的注意^[13]。一方面,他们会推测企业管理者是富有责任感的,企业履行社会责任这一行为即是对社会规范及道德要求的承诺。另一方面,企业在承担社会责任的同时也对外宣布了愿意接受监督和审查的态度,外部投资者有理由认为企业的规章制度,管理条例应当是严谨合理的,同时利益相关者也可以通过考评企业社会责任的履行情况,来做出合理的投资决策。与此同时,社会规范本身存在一种奖惩体制,制度信任得以确立。本文由此提出假设:

H2b:企业社会责任对制度信任有正向的影响。

3.企业社会责任与关系信任

关系信任是指已经符合自己期望结果的态度或者行为倾向,通常是个体通过包括人际网络、组织网络在内的社会关系网络来获取相关的信息、情感等方面的帮助^[14]。首先,企业在履行社会责任的过程中能够显著增强交易双方的沟通与合作,同时降低谈判的交易成本^[15]。其次,外部信息使用者相信企业在面对变化的外部市场环境时,能够及时做出动态调整,以降低市场不确定性可能带来的负向影响。最后,由于在已获得高度信任的企业和外部信息使用者之间传递的信息具有高效率性,使得信息的不对称程度大幅度降低。企业于外部相关方的联系将减少外部投资者或消费者对企业的陌生感和不安全感,也会增加企业与他们之间的默契与配合,于是相对稳定的关系或契约得以缔结^[16]。本文由此提出假设:

H2c:企业社会责任对关系信任有正向影响。

(三)社会信任的中介作用

社会信任是社会资本的关键要素之一,能够降

低双方的交易费用,保证市场中的交易得以进行。因此,社会信任能够缩短债权人获取信息的时间,优化信息传递的途径,降低信息传播的损耗,提高融资信息的获取效率。结合上述分析,不难推断出,企业社会责任不仅对债务融资效率有直接的影响,同时可以通过社会信任间接影响债务融资效率。本文由此提出假设:

H3:社会信任对债务融资效率起到正向作用,且在企业社会责任对债务融资效率的影响路径中起到中介作用。

1.声誉信任的中介作用

在较好的金融环境下,商业信用融资能力较强的企业往往具有较好的企业信誉。同样,良好的声誉会提升企业的商业融资能力。因此,为了把美誉度维持在一个较高水平,企业往往会刻意稳定经营成果,以维持较高的信用水平^[17]。

通常,企业在承担社会责任的过程中会与公众保持较高的互动率,这样不仅更有利于企业建立负责任的社会形象,而且能够在无形中提高企业的社会声誉,从而吸引更多的社会资源^[18]。声誉良好的企业能够向潜在的债权人传递信用良好及运营状况良好的信号,使企业更易于得到债务资金供给者的信任和资源支持。

基于上述分析,本文提出假设:

H3a:声誉信任对债务融资效率起到正向作用,且在企业社会责任对债务融资效率的影响路径中起到中介作用。

2.制度信任的中介作用

完备的制度安排是形成良好信任机制的基石,制度信任对企业的融资行为有一定的影响,其主要影响形式为约束、监督和控制企业的行为,以及强化社会处罚机制等^[19]。从法理角度看,企业建立规范合理的规章制度后,有利于得到投资者的固定投资和稳定支持。从伦理角度看,企业通过自发履行对社会的责任或义务,赢得外部投资者的支持,为了维护这种隐性的契约,企业会减少机会主义行为,以避免社会舆论的谴责和投资者的“用脚投票”。从融资角度看,制度信任的经济意义在于它可以降低融资过程中的交易成本。具体而言,制度信任能够为债务投资人提供合理保证,避免许多为保护合法权益产生的额外证明,或缔结契约所需的担保费用。制度信任可以减少债权人对投资风险产生的不安全感,减少企业的融资约束和监督审查成本,同时可以提高债权人对于企业未来发展的期望,增加对企业

通过承担社会责任树立的社会形象和企业声誉的肯定,最终可以使企业获得高质量且较为稳定的资金融入^[20]。本文由此提出假设:

H3b:制度信任对债务融资效率起到正向作用,且在企业社会责任对债务融资效率的影响路径中起到中介作用。

3. 关系信任的中介作用

基于社会资本理论的角度来看,信任在社会资本系统研究中始终被划分为关系资本一类。信任的建立离不开双方的来往关系,对于企业来说,关系信任能够降低非首次交易所需的成本,如企业联盟内部的交易活动、与政府合作的项目活动、与上下游企业形成的产业链结构性运作,都离不开关系信任的建立^[21]。

对于关系信任与债务融资效率之间的影响可以从两方面来理解。一方面,企业与其他利益相关者形成一定的社会关系,会减少企业合作关系中因缺乏信赖导致的不稳定性,营造更加融洽的合作氛围,同时能够有效降低重复性和风险性成本^[22]。这也就意味着企业有能力在知识整合的过程中投入更多的资源,即在债务融资过程中,在获得同等资金融入的前提下,企业能够降低融资成本,促进融资效率的提升。另一方面,企业与外部资金供给者建立了关系信任后,为维持良好稳定的合作关系,企业会自发地减少恶意违约行为。

基于上述分析,本文提出假设:

H3c:关系信任对债务融资效率起到正向作用,且在企业社会责任对债务融资效率的影响路径中起到中介作用。

根据以上假设的提出,本文构建研究理论模型见图1。主效应为企业社会责任对债务融资效率的直接影响。同时,将中介变量社会信任分为三个不同维度,以此检验社会信任在解释变量对被解释变量的影响路径中的中介作用。

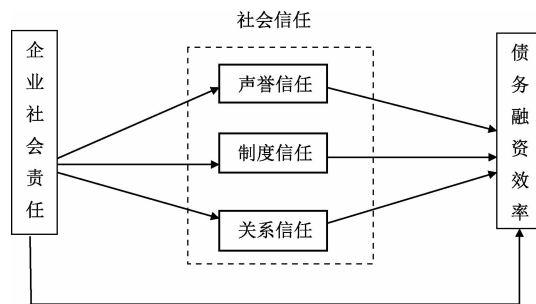


图1 研究理论模型

二、研究设计

(一) 样本选取和数据来源

本文选取沪深两市2012—2017年6年间连续披露了社会责任报告的A股上市公司作为样本(考虑到2018部分数据不完整),且对原始样本进行了有效性处理。

数据来源中,测量债务融资效率所需财务指标选自国泰安(CSMAR)数据库和上市公司年度报告,以及通过查阅上市公司对外发布的官方网站公告、招股说明书、社会责任报告等相关公告书的补充信息。测量企业社会责任的数据通过润灵环球(RKS)上市公司社会责任报告评级数据库整理所得。测量社会信任的三个维度时,利用百度、Google等主要搜索网站,查找关于《财富》杂志对于声誉评价的统计数据,手工计算处理得到的声誉信任指数;参考蒋勤峰^[23]、赵瑞等^[24]、林筠等^[25]关于社会资本的研究,手工计算关系信任指数;参考戚玉觉等^[12]和Baek等^[19]对于制度信任的定义,通过爬虫软件结合手工计算得到制度信任指数。

本文最终得到2356个有效样本值,建立面板数据。选用的数据处理软件为处理面板数据的Stata 13.0,计算效率的DEAP 2.1,以及抓取文本信息的Python和Excel 2010。

(二) 变量设计

本文涉及的变量定义如表1所示。

表1 变量定义表

变量类型	变量符号	变量名称	测量方法
被解释变量	FE	债务融资效率	DEA方法计算
解释变量	CSR	企业社会责任	润灵环球企业社会责任总评分
中介变量	REP	声誉信任	基于《财富》里的最受赞赏企业排名的虚拟变量
	SYS	制度信任	基于文本分析,定量定性测量得到的统计数值
	REL	关系信任	关系资本指数
	SIZE	企业规模	期末总资产的对数
控制变量	CN	股权	企业实际控制人性质属于国有,值为1,否则为0
	$\sum Year$	年份	虚拟变量,若为该年度则取1,否则取0
	$\sum Ind$	行业	参照证监会行业分类标准,设置虚拟变量

1. 被解释变量

债务融资效率为被解释变量,采用通过 DEAP 软件计算的结果来测量。投入变量选择资产负债率,企业的债务融资能力主要通过产权比率和债务融资净额来衡量,其反映了企业的融资规模 and 企业的债务融资比例。

2. 解释变量

本文关于企业社会责任的履行情况主要采用润灵环球(RKS)上市公司社会责任报告评价系统的总评分结果,该结果主要以企业社会责任报告中反映的企业社会责任履行情况以及披露情况作为评分依据。

3. 中介变量

由于社会信任三个维度指标衡量不同方面,本文未直接合成总指标来衡量总社会信任度,而采用分别衡量。

(1) 声誉信任

采用虚拟变量衡量,参考多数研究使用的《财富》最受赞赏企业排名,若披露企业列于名单之中(若企业为母公司则直接查询名单,若企业为子公司,则查询排名企业旗下子公司是否包含目标企业),虚拟变量值为 1,否则为 0。

(2) 制度信任

本文参考戚玉觉等^[12]和 Baek 等^[19]对于制度信任的定义,结合谢德仁等^[26]的分析方法,采用爬虫软件从上市公司内控报告、年报和审计报告中根据关键词“工作时间安排、人事制度、奖惩制度、质量管理、生产销售管理、安全管理、信息公开、行政管理等”摘录出制度信任相关信息,按照以上各方面定量定性分析企业制度的完整性、合理性和预期的有效性。对各方面信息按照定性且定量分别赋值 1、2 和 3,再通过统计软件加和汇总并取对数,得到制度信任最终数据。数值越大代表企业的制度完整性和相对合理性越高,预期的企业内外部信息使用者产生的制度信任水平越高。

(3) 关系信任

参考 Cassar 等^[27]对于社会关系网络及信任的研究,本文认为关系信任体现了企业通过其参与或接触的社会网络,获取信息或援助的能力。参考赵瑞等^[24]和林筠等^[25]的评价方法,以及蒋勤峰^[23]关于社会资本的研究,构造关系信任指数,其数值为 5 个数字之和。关系信任指数指标测量方法如表 2 所示。该数值衡量企业与五个可能影响其融资效率的相关方的关系,包括银行、政府、社会、供应商和客户。与银行的关系采用股东中是否存在三家以上的

金融机构,存在为 1,否则为 0;与政府的关系采用是否获得政府在科技创新方面的补贴收入,有为 1,无为 0;与社会的关系采用是否披露社会捐赠支出,有为 1,无为 0;与供应商的关系采用应付账款周转率来衡量,企业对供应商资金的占用能力主要体现在其能否延长企业的应付账款周转天数;与客户的关系则主要采用应收账款周转率来衡量,企业主要通过加快应收账款的周转率来提升资金的回收效率。

4. 控制变量

本文的控制变量选用企业的规模、股权性质、履行社会责任的年份和行业这 4 个指标,并分别设置虚拟变量。其中企业规模为企业期末总资产的自然对数来衡量,股权性质通过查询企业的实际控制人性质代码,判断其是否属于国有控制性质的几类代码来衡量。

(三) 模型设计

根据本文提出的研究假设,参考温忠麟等^[28]的中介效应检验方法构建以下 7 个模型,用以验证假设是否成立。模型 1 用于检验 H1 中企业社会责任与债务融资效率的关系;模型 2—4 用于检验 H2 中企业社会责任分别与声誉信任、制度信任和关系信任的关系;模型 5—7 用于检验 H3 中社会信任各维度与债务融资效率的关系。

$$FE = \eta_1 CSR + \eta_5 CN + \eta_7 SIZE + \sum Year + \sum Ind + \epsilon_1 \quad (1)$$

$$REP = \lambda_1 CSR + \lambda_2 CN + \lambda_3 SIZE + \sum Year + \sum Ind + \epsilon_2 \quad (2)$$

$$SYS = \mu_1 CSR + \mu_2 CN + \mu_3 SIZE + \sum Year + \sum Ind + \epsilon_3 \quad (3)$$

$$REL = \sigma_1 CSR + \sigma_2 CN + \sigma_3 SIZE + \sum Year + \sum Ind + \epsilon_4 \quad (4)$$

$$FE = \alpha_1 CSR + \alpha_2 REP + \alpha_3 CN + \alpha_4 SIZE + \sum Year + \sum Ind + \epsilon_5 \quad (5)$$

$$FE = \theta_1 CSR + \theta_2 SYS + \theta_3 CN + \theta_4 SIZE + \sum Year + \sum Ind + \epsilon_6 \quad (6)$$

$$FE = \beta_1 CSR + \beta_2 REL + \beta_3 CN + \beta_4 SIZE + \sum Year + \sum Ind + \epsilon_7 \quad (7)$$

三、实证分析

(一) 描述性统计

1. 被解释变量和解释变量

通过统计各变量得到连续 6 年面板数据,其描

述性统计结果如表2所示。由表2可知,在2356个调查样本中,被解释变量债务融资效率均值为0.872,最小值为0.456,最大值为1,四分位点分别为0.848和0.920,债务融资效率集中在较高范围。解释变量企业社会责任的均值为40.558,说明企业

对信息的平均披露水平较低;标准差较高,表明不同企业履行社会责任的实际水平高低不齐,可能的原因在于目前对于企业社会责任履行的规定与企业类型有关,并不统一,部分企业属于合规性披露要求范围,部分企业属自愿披露。

表2 变量描述性统计表

统计指标	FE	CSR	REP	SYS	REL	CN	SIZE
均值	0.872	40.558	0.078	10.280	6.980	0.605	10.180
标准差	0.179	12.342	0.268	1.842	1.218	0.489	0.650
最小值	0.456	15.115	0.000	5.000	3.000	0.000	8.591
最大值	1.000	87.948	1.000	15.000	11.000	1.000	12.381
样本数	2356	2356	2356	2356	2356	2356	2356

2. 中介变量

声誉信任的均值为0.078,表明目前披露社会责任报告企业中声誉较高的企业不多,因此平均水平较低。制度信任均值为10.280,最大值为15,表明制度信任度高的企业能够制定较为完善的企业管理制度,能够在一定程度上降低企业内外部信息使用者的预期不确定性和风险,提升企业管理制度的完整性和实施有效性的信任水平。

关系信任最大值为11,该值表示的意义在于,股东中包含三家以上的金融机构,该企业与金融机构的关系较强;可获得当地政府方提供的补贴,与政府的关系相对较强;有披露社会捐赠支出,且可供社会公众监督与审查的,与社会关系较强;应付账款周转率较低,表明企业的应付账款周转天数相对较长,侧面反映出企业尽可能利用供应商的资金作为日常经营资金来源,从而提高资金的使用效率;应收账款周转率相对其他企业较高,表明应收账款周转天数较短,侧面反映出企业能够通过有效的谈判和协商,从客户方尽快地收回货款,稳定现金流或改善资金紧张的情况。而关系信任均值为6.980,说明多数企业的关系信任处于一般水平。

3. 控制变量

股权性质均值为0.605,表明调查样本企业多数属于国有控股企业。企业规模最大值为12.381,均值为10.180,表明调查样本中多数企业规模较大。

(二) 相关性分析

各变量间的相关性分析结果显示,债务融资效率与企业社会责任相关系数为0.136,相关性水平为10%,表明债务融资效率与企业社会责任的正相关关系显著。企业社会责任与声誉信任、制度信任和关系信任的相关系数分别为0.216、0.164和0.066,相关性水平均为10%,表明企业社会责任与

声誉信任、制度信任和关系信任之间均存在显著的正向相关关系,提出的假设H2a、假设H2b以及假设H2c均通过验证。

债务融资效率与声誉信任、制度信任和关系信任的相关系数分别为0.100、0.040、0.100,且均在10%水平下显著相关,表明债务融资效率与关系信任、声誉信任和制度信任存在显著的正相关关系。同时,多重共线性分析也证明企业社会责任、声誉信任、制度信任、关系信任、股权性质以及企业规模之间并不存在多重共线性问题。本文的VIF均值为1.170,处于正常范围内,说明本研究通过了多重共线性检验,可以进行回归分析。

(三) 回归检验

1. 企业社会责任与债务融资效率的回归分析

在各维度社会信任的中介作用下,企业社会责任与债务融资效率的回归结果见表3。其中,声誉信任为离散型变量,采用Logit回归,其他变量采用通过Hausman检验的固定效应回归。

表3的回归结果显示,企业社会责任行为对企业债务融资效率的正向影响效应显著,假设H1通过检验。企业社会责任的系数约为0.165(在0.01的水平下显著),表明企业承担社会责任有助于其债务融资效率的提升。 R^2 值为0.323,表明模型拟合度可接受,所选解释变量对被解释变量的变化起到一定的解释作用。

2. 社会信任的中介作用检验

(1) 各维度社会信任与企业社会责任的回归

由表3的模型(2)~(4)回归结果可知,企业社会责任对各维度社会信任均起到显著正向影响。声誉信任对企业社会责任的回归系数是0.533,在0.01水平下显著;制度信任对企业社会责任的回归系数是0.143,在0.01水平下显著;关系信任对企

表3 回归检验结果

变量	模型(1)FE	模型(2)REP	模型(3)SYS	模型(4)REL	模型(5)FE	模型(6)FE	模型(7)FE
CSR	0.165*** (3.32)	0.533*** (0.079)	0.143*** (0.043)	0.101** (0.039)	0.151 (0.051)	0.163* (0.050)	0.156* (0.050)
REP					0.079* (0.044)		
SYS						0.078* (0.037)	
REL							0.090** (0.029)
CN	-0.035 (-0.960)	0.050 (-0.036)	(0.088) (0.037)	-0.096* (-0.033)	(0.045) (0.038)	-0.051 (-0.030)	(0.034) (0.036)
SIZE	-0.054 (0.044)	(-0.940) (-0.059)	0.198* (0.058)	(0.090) (-0.055)	0.073 (0.058)	(0.050) (-0.037)	-0.186** (0.058)
CONSTANT	1.541*** (0.075)	-0.123* (0.197)	3.126*** (1.275)	7.891*** (0.757)	1.670*** (0.076)	1.632*** (0.076)	1.631*** (0.081)
N	2356	2356	2356	2356	2356	2356	2356
R ²	0.323	0.377	0.337	0.334	0.329	0.323	0.331

注：***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平下显著(双侧检验)。下同。

业社会责任的回归系数是 0.101, 在 0.05 水平下显著。假设 H2a、H2b 和 H2c 通过检验, 证明承担社会责任有助于提高声誉信任、制度信任和关系信任。整体上假设 H2 通过检验, 说明企业承担社会责任有助于提高社会信任。 R^2 值分别为 0.377、0.337 和 0.334, 表明模型拟合度可接受, 所选择解释变量对各中介变量的变化有一定的解释效果。

(2) 债务融资效率与企业社会责任、社会信任的回归

由表 3 的模型(5)一(7)回归结果可知, 尽管所有中介变量对债务融资效率都是正向作用, 但显著性却各不相同, 其中声誉信任和关系信任的显著性水平高于制度信任。声誉信任、制度信任和关系信任分别在 0.10、0.10 和 0.05 的水平下显著, 三个值分别约为 0.079、0.078 和 0.090, 假设 H3a、假设 H3b 和假设 H3c 均通过检验, 三者均在企业社会责任与债务融资效率的关系中起到中介作用。整体上假设 H3 通过检验, 说明社会信任在企业社会责任与债务融资效率的关系中起到中介作用。 R^2 值分别为 0.329、0.323 和 0.331, 说明模型的拟合度处于可接受范围之内, 所选择解释变量对被解释变量的变化起到一定的解释作用。

此外, 各维度的社会信任对于企业社会责任的中介作用不同。在模型(5)中企业社会责任的回归系数为 0.151, 回归系数不显著。在模型(6)和式(7)中分别为 0.163 和 0.156, 都在 0.01 的水平下显著。由此可以得出结论: 声誉信任在两者关系中

起到完全中介作用, 制度信任和关系信任在两者关系中起到部分中介作用。

综上所述, 本文所提的假设全部通过检验。

(四) 稳健性检验

1. 内生性检验

考虑到反向因果关系, 为排除当期影响, 本文进一步采用滞后一期数据进行回归检验, 数据包含共 1963 个样本。在不同维度社会信任的中介作用下, 企业社会责任与债务融资效率的回归结果如表 4 所示。结果显示选择滞后一期数据情况下, 企业社会责任对债务融资效率有显著正向影响, 三个维度的社会信任均在企业社会责任与债务融资效率的关系中起到部分中介作用, 通过了内生性检验。

2. 代理变量

本文选择另一种债务融资效率的测量方式, 测得新的债务融资效率进行替代。参照高婷等^[29]的研究, 以“(长期贷款+短期贷款)/企业总资产”衡量本文被解释变量“债务融资效率”, 并保留企业社会责任、社会信任的三个维度声誉信任、关系信任和制度信任衡量指标不变, 以同样的回归方法进行实证分析, 最终本文的实证结果得到再次验证。

四、结论与建议

(一) 研究结论

以沪深两市连续 6 年披露企业社会责任报告的 A 股上市公司为样本, 本文通过研究发现:

a) 企业社会责任的履行能够向社会公众展示良

表4 滞后一期的数据回归结果

变量	模型(1)FE	模型(2)REP	模型(3)SYS	模型(4)REL	模型(1)FE	模型(3)FE	模型(7)FE
CSR	0.179*** (0.054)	0.203*** (0.059)	0.140*** (0.045)	0.133*** (0.042)	0.166*** (0.055)	0.179*** (0.054)	0.170*** (0.054)
REP					0.065* (0.047)		
SYS						0.055* (0.041)	
REL							0.065** (0.032)
CN	-0.029 (0.040)	0.006 (0.045)	-0.048 (0.051)	-0.063 (0.040)	-0.030 (0.040)	-0.029 (0.040)	-0.025 (0.040)
SIZE	-0.022 (0.063)	0.076 (0.054)	0.039 (0.056)	-0.211*** (0.049)	-0.027 (0.064)	-0.022 (0.063)	-0.008 (0.064)
CONSTANT	-0.075 (0.043)	0.036 (0.044)	0.069 (0.048)	1.201 (0.042)	-0.309 (0.043)	-0.075 (0.043)	0.707 (0.043)
N	1771	1771	1771	1771	1771	1771	1771
R ²	0.029	0.062	0.025	0.047	0.033	0.029	0.033

好的企业形象,维持美誉度,并传递回报社会的正面信息,以降低或消除资金提供者的质疑,从而提高债务融资效率。降低交易费用或信息不对称成本对于企业提高融资效率、实现预计经济效益的目标意义重大。通过积极履行面向各方利益相关者的社会责任,企业向内外部及时传递发展前景明朗的有益信号,促使利益相关者倾向于建立持续稳定的合作关系。进一步,企业更易于降低缔结新契约带来的交易成本,提高总体融资效率。

b)在企业社会责任对企业债务融资效率的影响中,声誉信任、关系信任、制度信任均能够起到不同程度的中介作用。其中声誉信任起到显著的完全中介作用,制度信任和关系信任起到部分中介作用。

第一,企业的声誉信任来源于社会网络,较易于被直接感知和反馈。在信息社会中,衡量企业声誉的关键不仅在于盈利水平这种单一指标,企业的发展能力和长期前景同样是不可忽略的重要因素。由多维度构建的企业声誉足以引起投资者的关注,企业债务融资效率的提升,也是主要依赖于建立在声誉信任基础上的声誉水平的提高。

第二,关系信任来源于企业关系网络中的企业交易相关方或股东等信息使用者。关系信任通常为公司带来稳定的资金供给和资源支持,以及各方面交易费用的降低,交易环节的删繁就简,因此能够间接地提升企业的融资效率。

第三,通过企业制度产生的信任取决于制度的完善及其执行力度,虽然制度难以被直接衡量和比

较,但是通过对企业制度的完整性和合理性感知,企业制度信任可以得到间接的估计和反映。企业制度越完善,越能够传达企业值得被信任的信号,因而可以提高企业的债务融资效率。

综上所述,企业通过履行社会责任,提高社会信任度,能够提高外部信息使用者的信心,并降低风险预估,进一步提高债务融资效率。

(二)对策建议

根据研究结果,本文发现上市公司主动地履行社会责任要求,不仅能够提升表现非物质性的声誉和社会形象、制度建设方面的社会信任,还能够获得经济意义上的积极效果。企业债务融资仍是企业资金流入的主要来源,提升债务融资效率不仅是企业的短期营运手段,更是可持续发展的长期目标,正确理解企业社会责任与提升经济效益的关系,有助于企业自身发展和回报社会的伟大愿景的共同实现。因此,本文提出以下建议:

其一,企业应通过积极履行社会责任,披露社会责任报告,以有效降低投资者对不确定性风险预期,提高资金的预期可获得性,进而提高债务融资效率。

其二,企业可通过承担社会责任提高社会信任度,尤其是企业在社会声誉或形象、企业制度建设和关系网络方面建立的信任。

其三,对政府来说,应扩大企业社会责任信息披露的覆盖面,并鼓励非强制性要求披露的企业主动积极参与社会责任的履行和信息披露,共同营造具有包容性和开放性的市场环境。

参考文献:

- [1] 曹亚勇,刘计含,王建琼.企业社会责任与融资效率[J]. 软科学,2013,27(9):51-54.
- [2] 何贤杰,肖士盛,陈信元.企业社会责任信息披露与公司融资约束[J]. 财经研究,2012,38(8):60-71.
- [3] 刘计含,王建琼.企业社会责任与资本约束[J]. 管理评论,2012,24(11):147-152.
- [4] 李姝,赵颖,童婧.社会责任报告降低了企业权益资本成本吗?来自中国资本市场的经验证据[J]. 会计研究,2013(9):64-70.
- [5] Kim Y. Is Earnings Quality associated with corporate social responsibility? [J]. The Accounting Review, 2012,87(3):761-796.
- [6] Jha A, Cox J. Corporate social responsibility and social capital[J]. Journal of Banking & Finance, 2015(60):252-270.
- [7] Rousseau D M, Burt R S. Not so different after all: A cross-discipline view of trust [J]. Academy of Management Review, 1998(23):393-404.
- [8] 白春阳.社会信任的基本形式解析[J]. 河南社会科学,2006(1):4-6.
- [9] Carroll A B, Buchholtz A K. Business and Society: Ethics and Stakeholder Management [M]. 7th ed. United States: Division South-Western College Publications, 2008,5(1):119-120.
- [10] 柳学信,孔晓旭,孙梦雨.企业社会责任信息披露提升了企业声誉吗?媒体关注为中介效应的检验[J]. 财经理论研究,2019(1):87-95.
- [11] Bornstein B H, Tomkins A J. Institutional trust: An introduction [J]. Nebraska Symposium on Motivation Nebraska Symposium on Motivation, 2015(62):1-22.
- [12] 戚玉觉,杨东涛,何玉梅.组织中的制度信任:概念、结构维度与测量[J]. 经济管理,2018,40(2):192-208.
- [13] Vanhala M, Heilmann P, Salminen H. Organizational trust dimensions as antecedents of organizational commitment [J]. Knowledge and Process Management, 2016, 23(1):46-61.
- [14] Cassar A, Rigdon M. Trust and trustworthiness in networked exchange [J]. Games & Economic Behavior, 2011, 71(2):329-303.
- [15] Lin K J, Tan J, Zhao L, et al. In the name of charity: Political connections and strategic corporate social responsibility in a transition economy [J]. Journal of Corporate Finance, 2015, 2(32):327-346.
- [16] Dhaliwal D S, Li O Z, Tsang A, et al. Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting[J]. The Accounting Review, 2011, 86(1):59-100.
- [17] Lin-Hi N, Blumberg I. The link between practicing CSR and corporate reputation: Psychological foundations and managerial implications [J]. Journal of Business Ethics, 2016, 150(1):185-198.
- [18] 沈洪涛,王立彦,万拓.社会责任报告及鉴证能否传递有效信号?基于企业声誉理论的分析[J]. 审计研究,2011(4):87-93.
- [19] Baek Y M, Jung C S. Focusing the mediating role of institutional trust: How does interpersonal trust promote organizational commitment? [J]. The Social Science Journal, 2015, 52(4):481-489.
- [20] Bachmann R. At the crossroads: Future directions in trust research [J]. Journal of Trust Research, 2011, 1(2):203-213.
- [21] Howorth C, Moro A. Trustworthiness and interest rates: An empirical study of Italian SMEs [J]. Small Business Economics, 2012, 39(1):161-177.
- [22] Lins K V, Servaes H, Tamayo A. Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis [J]. The Journal of Finance, 2017(2):190-210.
- [23] 蒋勤峰.苏南地区创新型企业社会资本与创业绩效关系研究[J]. 科研管理,2016(1):225-237.
- [24] 赵瑞,陈金龙.企业社会资本指数的设计及测量[J]. 科技进步与对策,2012,29(13):93-97.
- [25] 林筠,刘伟,李随成.企业社会资本对技术创新能力影响的实证研究[J]. 科研管理,2011,32(1):35-44.
- [26] 谢德仁,林乐.管理层语调能预示公司未来业绩吗?基于我国上市公司年度业绩说明会的文本分析[J]. 会计研究,2015(2):20-27.
- [27] Cassar A, Rigdon M. Trust and trustworthiness in networked exchange [J]. Games & Economic Behavior, 2011, 71(2):329-303.
- [28] 温忠麟,叶宝娟.中介效应分析:方法和模型发展[J]. 心理科学进展,2014,22(5):731-745.
- [29] 高婷,王怀明.企业社会责任信息披露对债务融资的影响:基于产权性质、企业成长性视角[J]. 财会月刊,2018,832(12):74-79.

(责任编辑:钱一鹤)